京都大学大学院経済学研究科
Working Paper No. J-55

我が国ベンチャーキャピタルの投資実態

濱田康行[1]，桐畑哲也[2]，片川真実[3]

2006年10月

キーワード：
ベンチャーキャピタル会社, ベンチャーキャピタリスト, 利益相反, 投資意思決定,
投資先関与，新規株式公開，公募価格，初値

[1] 京都大学経営管理大学院寄附講座教授（住所:〒606-8501 京都市左京区吉田本町 京都大学経営管理大学院三菱ＵＦＪキャピタル寄附講座，電話：075-753-3523，電子メール:hamada@econ.kyoto-u.ac.jp）
[2] 奈良先端科学技術大学院大学先端科学技術研究調査センター助教授(住所:〒630-0192　奈良県生駒市高山町 8916-5　奈良先端科学技術大学院大学先端科学技術研究調査センター，電話：(0743)72-5600，電子メール：kirihata@rsc.naist.jp)
[3] 京都大学経営管理大学院寄附講座助手（住所:〒606-8501 京都市左京区吉田本町 京都大学経営管理大学院三菱ＵＦＪキャピタル寄附講座，電話：075-753-3523，電子メール:katagawa@econ.kyoto-u.ac.jp）

目　次

はじめに

いまから35年前，京都経済同友会の視察団がボストンを訪問し，そこでベンチャーキャピタルという日本にはなかった事業体をみつけた。実は，それは訪問団の求めていたものとはやや違っていたのだが，帰国後，彼らの努力で日本の第1号ベンチャーキャピタルが立ち上がった（補論Ⅱ参照）。

その後，日本のベンチャーキャピタルは曲折を経て1兆円産業になった。しかし，1兆円という規模は日本のGDP比でいえば0.2%にすぎないし，金融資産の総額に比すればさらにわずかな額である。いたずらに米英と比較するつもりはないが，アメリカのベンチャーキャピタルの投資残高は日本円にしておよそ30兆円，GDP比は3%である。

日本経済の回復が言われているが，これが本格的なものであるかどうかはなお議論がある。本格的であるなら，旧来型の産業に新しい産業が付け加わっていなければならないが，そのためには新産業への資金供給が欠かせない。補論Ⅱに引用したジェイコブス氏はこれを開発資本と呼んでいる。日本の金融制度ではこの開発資本を供給するのがベンチャーキャピタルである。それがGDPの0.2%足らずで十分であるとは思えない。

35年前，日本の経済界はベンチャーキャピタルを知らなかった。1980年代になって,それはようやく金融界の一部の人々に認知されるようになった。そして2002年にようやく日本ベンチャーキャピタル協会が業界の自主努力で設立された。ベンチャーキャピタルが日本経済の回復と復活に貢献するのはこれからである。

会社数，約100社，残高1兆円となったことで，ベンチャーキャピタルは金融界での番地（居所）を得たのである。

ここで，今後の発展のためにも，これまでの問題点を整理し，それらを関係者に衆知することで，議論し将来に向けた方向性を確認しておくことは必要であろう。

以上のような認識のもと，京都大学ではベンチャーキャピタルに関する国際フォーラムを開催することにした[4]。これに先立ち，何が問題点なのかを探るために業界およびそこに働く人々にアンケート調査を実施した。小論はその結果の概略を示したものである。

これまで日本のベンチャーキャピタルに関する情報は2つの調査に頼ってきた。ひとつは日本経済新聞社によるもので他のひとつはベンチャー・エンタープライズ・センタ（VEC）によるものである。これらの調査の主眼は，①業界への投資状況（投資額，残高，投資先業種等）②投資のパフォーマンス（IRR：内部期待収益率）等を示すことであった。10年前まで，日本にはベンチャーキャピタルに関する情報が全くなかった。こうした事態は，外国人投資家，そして国内でも年金

[4] ベンチャーキャピタル国際フォーラムを2006年9月23日（土）9：30～19：00，京都大学医学部百周年記念施設『芝蘭会館』2Fにて開催する。主な海外ゲストスピーカーはChua Taik Him氏（Assistant Managing Director,Enterprise Ecosystems & Planning, Economic Development Board）, Kathryn Ibata-Arens氏（Assistant Professor, Department of Political Science, DePaul University）, Bruno E. Raschle氏（Managing Director, Adveq Management AG）, Tim Jenkinson氏（Professor of Finance, Said Business School, University of Oxford）。

基金等の潜在的投資家にとって判断材料がゼロであることを意味した。VEC の調査はこのギャップを埋めるべく始められたのである。だから，その調査対象が①や②に限定されたのは当然であった。

しかし，大きな意味での発展の第 2 ステージを展望するには，ベンチャーキャピタルの経営行動に即した調査が必要とされる。もっとも，このような調査は，ベンチャーキャピタル各社が自らの行動規範を明らかにすることを避ける傾向にあったため困難でもあった。また，ある時期までは，最大規模の会社がパイオニア的に行動し他社がこれを見習うという暗黙の慣習もあった。しかし，2000 年以降，日本にもいわゆる独立系と呼ばれるベンチャーキャピタルが多数出現し独自の行動様式を示すに至った。それに伴って，残念ながら不祥事も含めて様々な問題点が浮かび上がってきた。いくつか挙げれば，株主とファンド出資者との利益相反，ファンド間のそれ，IPO の際のいわゆる初値天井，公募価格の低評価，証券市場の公開基準のあり方，投資先のバリュエーションの手法，IRR の計算方法と評価，等々である。

そして私達の関心はこれらの事象・問題点に，どこまで学問的手法が役立つのかである。もちろん，これら全ての問題に一度に迫ることはできないので今回のアンケートでは，利益相反，IPO に関する価格問題，企業価値評価の要素，ハンズオン（ベンチャーキャピタルが投資先に様々な資金提供以外の支援をすること）の要素，経営支援活動の実態などについて調査している。

〈調査結果の概要〉

- “IT バブルの次はバイオ”ということがよく言われているが，ベンチャーキャピタル会社を対象とした調査結果を見ると，IT が約 40%と大きく，旧来型産業も 40%近く，逆にバイオは 17%程にとどまっている。バイオ系投資は，確かに注目すべき分野だが，投資額が大きい，期間が長い，専門知識を要求される等，条件も高いのでさほど拡大していないものと思われる。
- IPO（新規株式公開）を投資の出口としている割合が 3 割近く(ベンチャーキャピタル会社調査)であった。これは海外に比べて高い。米英では，投資そのものが M＆A・MBO に傾向していることもあるが，日本のベンチャーキャピタルが公開可能性のある企業をよく吟味していることの結果でもある。もし，この傾向が続けば，いわゆるジュニアマーケットの整備（つまり不祥事の防止を勘案しつつ公開促進）そして統合（この種の市場が多すぎる）は必須の検討課題である。他方，「売却，経営者への売り戻し」「倒産・解散・償却」合わせて 3 割以上ある。ここでは，いわゆるセコンドハンド市場の整備が求められている。
- 公開直後に売却するのが最もパフォーマンスが高い。これは，初値天井が常態化していることを示している。逆に公開後 1 年以上の長期保有は今のところパフォーマンスを悪化させている。
- 利益相反問題はまだ表面化していないか，あってもうまく処理されている。キャピタル会社の株主とファンド出資者が同一人物というケースがあるものと思われる。
- 初値天井は問題視されている。公募価格は逆に低く設定されているとみている。後者は幹事証券会社の姿勢，前者は個人投資家の行動パターンに起因するとみ

るのが大勢である。

- 投資先の選定要素では，社長と周辺の情報，市場，製品，事業計画の説得力などが支持された。
- 評価手法に関しては，業界の定番のようなものは見当たらず模索中である。

今回の調査では，2 種類の立場からアンケートに答えていただいている。会社へのアンケートでは，過去の実績が記録に基づいて記される（そう期待している）のに対し，キャピタリスト個人へのものでは，自身の仕事の範囲で答えてもらっている。そのために，会社の回答に比べてより現在に近い状況が示されていると推測している。

投資先評価において重視する情報では，多くの項目でキャピタリストの回答が高くなっている。評価技法の利用では，キャピタリストの方が若干高いが，これといった特定の評価手法が定着している訳でもない。いかに企業を評価するかで，キャピタリストが迷っている姿が読み取れる。ステージ毎の期待収益率を聞いてみると，いずれもキャピタリストの方が高い。実際に投資をしている人の方が，期待値が高いし，企業を見る眼も厳しそうである。

初値天井についても見解に相違がある。大変問題と答えたのはベンチャーキャピタル会社では 12%だが，キャピタリストでは 22%である。会社の回答は企画や総務部門で作成されるから現場とはずれるのかもしれない。そして現場はこの問題を重要視し，危機感も持っているようだ。公募価格の設定でも批判はキャピタリストの方が強い。適正との答えが会社では“低く評価”より多く，キャピタリストでは逆になっている。

日本では，投資先の発掘から IPO までの工程が組織的に組まれている。逆に言うと，キャピタリストの仕事の重点は，発掘から 1 回目の投資が実行されるまでにある。投資の決定までの準備はするが決定には参加しないケースも多い。彼らにしてみれば，苦労して発見し，投資対象にふさわしい状態にまで時間をかけて支援する。しかしその会社の公募価格は，彼らの努力とは別の要因も入って決められる。キャピタリストの 80%近くが引受証券会社に問題ありとしているが，それは会社の回答より低い。つまり，現場のキャピタリストは自らが所属する会社のやり方にも不満を持っている。アンダープライシングの原因として“公募価格に関する一連の方法”と答えたのがキャピタリスト 27%（会社回答は 12%）もあった。ここには日本の一線で活躍するキャピタリストの苦悩も見えている。

調査結果

I　調査対象，方法及び属性

1　調査対象と方法

本論文では，我が国ベンチャーキャピタル会社(Venture Capital Firm:以下 VCF と略す)及びベンチャーキャピタリスト(Venture Capitalist:以下 VCist と略す)の投資実態を明らかにすることを目的として，我が国の VCF 及び個々の VCist を対象とした質問表調査を実施した。

調査対象としたVCFは，有限責任法人日本ベンチャーキャピタル協会の会員企業[5]，財団法人ベンチャーエンタープライズセンター(2006)「平成 17 年度日本ベンチャーキャピタル等要覧」に記載されているVCFあわせて 157 社に対して，2006 年 7 月下旬から 8 月中旬にかけて質問表調査を送付した。本論文では，2006 年 9 月下旬までに回答を得た 41 社を分析の対象としている。

質問表調査は，VCF に対し，会社としての見解を求めたものである。質問表調査の郵送後，8 月下旬からから 9 月下旬にかけて，回答のない VCF に対しては，電話，FAX，電子メールによる督促及びフォローアップ調査を行った。

また，VCist を対象とした調査は，上記 VCF を通じて，投資業務に直接かかわる VCist に対して回答を依頼した。2004 年度の VCF の年間投資額に応じて，各社 3 から 15 の質問表調査を郵送した。総質問表配布数は 614 である。2006 年 7 月下旬から 8 月中旬にかけて質問表調査を送付した。2006 年 9 月下旬までに回答を得た 105 人を分析の対象としている 。

質問表調査は，VCist に対し，個人としての経験及び見解を求めたものである。質問表調査の郵送後，8 月下旬からから 9 月下旬にかけて，回答のない VCist に対しては，VCF 及び VCist 個人に対して，電話，FAX，電子メールによる督促及びフォローアップ調査を行った。

質問表調査において，VCist とは，投資先の発掘，審査，投資後の関与，出口というベンチャーキャピタル投資プロセスに直接関与している個人で，VCF における総務，人事等，投資プロセス以外の業務の担当者を除くものとした。

2　調査対象の属性及び投資動向

(1)VCF

①社歴，従業員数

有効回答 VCF41 社における設立年は，1960 年代が 3 社，1970 年代が 2 社，1980 年代が 9 社，1990 年代が 11 社，2000 年以降が，16 社となった。従業員数は，平均値 86.41 人(標準偏差 221.78)となった。1996 年 4 月以降の過去 10 年の投資先企業数は，平均値 293.35 社(標準偏差 426.30)となった。

②投資先企業の業種内訳

1996 年 4 月以降の投資先企業の業種割合（%）の平均値は，IT 関連（通信，コンピュータ，インターネット，半導体，その他電子部品）が 38.9% ，バイオ／医療／ヘルスケアが，17.4%，産業／エネルギー（農業／森林／漁業，建設，産業／エネルギー，製造，輸送，公益事業）が 19.8% ，製品／サービス（ビジネスサー

[5]　有限責任法人日本ベンチャーキャピタル協会のHPを参照のこと。
（http://www.jvca.jp/member/index.html）2006 年 9 月 5 日

ビス，消費者関連，金融／保険／不動産）が 17.6％ ，その他が 6.2％となった。
③投資先企業の最終出口
1996 年 4 月以降の投資先企業の最終出口割合（％）の平均値は，株式公開が 29.4％ ，発展的なＭ＆Ａが 9.45％， 売却，経営者への売り戻しが 18.6％ ，倒産・解散・償却が 15.5％，その他（継続保有・リビングデッド等）が 27.7％となった。

(2)VCist
①投資業務経験，実務経験
有効回答 105 人における VCist としての投資業務の経験年数は, 平均値 7.38 年(標準偏差 4.78)，投資業務以外の経験年数は，平均値 3.59 年(標準偏差 5.93)，VCF 以外の企業等での実務経験年数は，平均値 8.55 年(標準偏差 8.45)となった。
②過去 10 年の担当企業数及び現在の担当企業数
1996 年 4 月以降に，投資後のモニタリング及び経営支援を担当した投資先企業(現在の担当企業を除く)数を質問したところ，平均値 28.36 社(標準偏差 34.98)となった。内，特許取得の実績を有する等，研究開発型ベンチャーの割合の平均値は，33.0%(標準偏差 31.83)であった。現在，投資後のモニタリング及び経営支援を担当している企業を質問したところ，平均値 16.25 社(標準偏差 17.24)となった。内，特許取得の実績を有する等，研究開発型ベンチャーの割合の平均値は 39.6%(標準偏差 34.21)であった。
③担当企業の業種内訳
1996 年 4 月以降に，投資後のモニタリング及び経営支援を担当した投資先企業(現在の担当企業を除く)の業種割合（％）の平均値は，IT 関連が 39.7％ ，バイオ／医療／ヘルスケアが，13.2％，産業／エネルギーが 13.7％ ，製品／サービスが 29.5％ ，その他が 3.6％となった。一方，現在の担当企業の業種割合（％）の平均値は，IT 関連が 38.2％ ，バイオ／医療／ヘルスケアが，19.3％，産業／エネルギーが 12.2％ ，製品／サービスが 26.80％ ，その他が 3.3％となった。
④担当企業の最終出口
1996 年 4 月以降に，投資後のモニタリング及び経営支援を担当した投資先企業(現在の担当企業を除く)の最終出口割合（％）の平均値は，株式公開が 25.6％ ，発展的なＭ＆Ａが 9.6％， 売却，経営者への売り戻しが 23.9％ ，倒産・解散・償却が 11.5%，その他（継続保有・リビングデッド等）が 29.0％となった。
⑤担当企業の投資時点での成長段階
1996 年 4 月以降に，投資後のモニタリング及び経営支援を担当した投資先企業の投資時点での成長段階の割合(%)の平均値は，(1)スタートアップ(創業‐売上まで)は 17.6%，(2)アーリー(売上-単年度黒字まで)は 35.9%，(3)成長期(単年度黒字‐累損解消まで)は 22.9%，(4)レイター(累損解消以降 IPO まで)は 22.2%となった。一方，現在の担当企業の投資時点での成長段階の割合(%)の平均値は，(1)スタートアップ(創業‐売上まで)は 21.6%，(2)アーリー(売上-単年度黒字まで)は 38.2%，(3)成長期(単年度黒字‐累損解消まで)は 22.5%，(4)レイター(累損解消以降 IPO まで)は 17.5%となった。

Ⅱ　利益相反問題

ベンチャーキャピタル，ベンチャーキャピタルの株主，ファンドの出資者を巡

っては，主に 2 つの利益相反問題が指摘されている。第１に，有望な投資案件についてどちらで投資するのか，又は，組み入れ比率をどうするのか等の「ファンドと本体投資間の利益相反」，第２に，複数のファンドを運営している VC において，有望な投資案件について，どのファンドで投資するのか又は，組み入れ比率をどうするのか等の「ファンド間の利益相反」である。

VCF に対して，ファンドと本体投資の利益相反問題(例えば，出資者からのクレーム等)に直面したことがあるかどうかを質問した。「ある」と答えた VCF は 7.3%(3社)にとどまり，「ない」と答えた企業が 80.5％となった(無回答 12.2%)。「ある」と答えた企業を対象に，その対処法について質問したところ，3 社とも利害関係者間で納得できる明確な社内基準を策定したとの結果となった。

次に，ファンド間の利益相反問題(例えば，出資者からのクレーム等)に直面したことがあるかどうかを質問した。「ある」と答えた VCF は，4.9%(2 社)にとどまり，「ない」と答えた企業が 82.9％となった(無回答 12.2%)。「ある」と答えた２社を対象に，その対処法について質問したところ，いずれも利害関係者間で納得できる明確な社内基準を策定したとの結果となった。

Ⅲ　投資意思決定

1　重視する情報

ベンチャーキャピタル企業と VCist のそれぞれに，投資先選定にあたっての投資先評価において重視する情報について質問した。重視する情報の選択肢は，Manigart, Waele, Wright, Robbie, Desbrieres, Sapienza, Beekman(2000)をもとに，(1)経営陣の経歴，(2)経営陣へのインタビュー，(3)他企業へのインタビュー，(4)売上げ，マーケティング情報，(5)製品能力／技術情報，(6)自社のデューディリジェンスレポート，(7)会計士やコンサルタントによるデューディリジェンス，(8)事業計画（事業計画全体の首尾一貫性），(9)事業計画（損益），(10)事業計画（バランスシート），(11)事業計画（１年後の事業予測）(12)事業計画（１年以上先の事業予測），(13)事業計画（適正な監査報告書）を設定した。それぞれの選択肢に関しての活用度の選択肢は，「1．まったく使わない」から「2．いつも使う」の 5 段階とした。

平均値が最も高かったのは，VCF では，(2)経営陣へのインタビューで，以下(1)経営陣の経歴 ，(11)事業計画（１年後の事業予測），(8)事業計画（計画全体の首尾一貫性）と続いた。一方，VCist では，(2)経営陣へのインタビューで，以下(1)経営陣の経歴 (11)事業計画（１年後の事業予測），(9)事業計画（損益）と続いた(第1 表)。Manigart　et al.(2000)と比較すると，自社のデューディリジェンスレポートや事業計画を重視する欧米に比べて，我が国は，経営陣の経歴や経営陣へのインタビューなどを重視する傾向がうかがえる。

2　評価技法

VCF と VCist のそれぞれに，投資先選定にあたっての投資先評価において活用している評価技法について質問した。技法の選択肢は，Manigart et al.(2000)をもとに，(1)株価収益率(P/E)マルチプル(計画ベース)，(2)EBIT(利払い前の税引前利益)マルチプル，(3)同一セクターにおける最近の買収取引価格，(4)将来キャッシュフローの割引，(5)回収期間，(6)配当利回りベース，(7)経験から得られた知識によるプライシング基準を設定した。それぞれの選択肢に関しての活用度の選択肢は，「1.

まったく使わない」から「2．いつも使う」の 5 段階とした。
　平均値が最も高かったのは，VCF では，(1)株価収益率(P/E)マルチプルで，以下(7)経験から得られた知識によるプライシング基準，(4)将来キャッシュフローの割引と(5)回収期間が続いた。一方，VCist では，(7)経験から得られた知識によるプライシング基準，(1)株価収益率(P/E)マルチプル，(5)回収期間と続いた(第 2 表)。

第 1 表　投資先評価において重視する情報

	本論文			Manigart et al.(2000)		
	VCF	VCist	米国	英国	蘭&白	仏国
(1)経営陣の経歴	4.73	4.80	4.19	3.91	4.34	4.41
(2)経営陣へのインタビュー	4.93	4.91	4.22	3.65	4.47	4.25
(3)他企業へのインタビュー	4.30	4.51	3.74	3.17	4.00	4.25
(4)売上げ，マーケティング情報	4.62	4.73	3.89	3.80	4.24	4.25
(5)製品能力／技術情報	4.59	4.63	3.71	3.42	3.71	4.19
(6)自社のデューディリジェンスレポート	4.30	4.10	4.88	4.47	4.61	4.57
(7)会計士やコンサルタントによるデューディリジェンス	3.30	3.66	3.82	3.75	4.03	4.03
(8)事業計画（計画全体の首尾一貫性）	4.63	4.77	4.19	4.06	4.47	4.77
(9)事業計画（損益）	4.50	4.79	3.81	4.36	4.48	4.38
(10)事業計画(バランスシート)	4.33	4.42	3.42	4.00	4.26	4.31
(11)事業計画(１年後の事業予測)	4.65	4.80	3.40	4.03	4.08	4.57
(12)事業計画(１年以上先の事業予測)	4.58	4.67	3.27	3.63	4.03	4.36
(13)事業計画(適正な監査報告書)	3.65	3.78	3.41	3.70	4.21	4.44

注：VCF　N=41VCist　N=105　, Manigart　et al.(2000), p.399 をもとに作成(米国は，N=73，英国は，N=66，ベルギー＆オランダは，N=38，フランスは，N=32)

第 2 表　投資先評価において活用している評価技法

	本論文			Manigart et al.(2000)		
	VCF	VCist	米国	英国	蘭&白	仏国
(1)株価収益率(P/E)マルチプル	4.05	4.08	3.63	4.31	3.58	3.66
(2)EBIT(税引前利益)マルチプル	3.34	2.84	3.83	3.90	3.76	3.66
(3)同一セクターにおける最近の買収取引価格	3.19	3.09	3.78	3.63	3.61	4.22
(4)将来キャッシュフローの割引	3.79	3.27	3.62	―	3.89	3.26
(5)回収期間	3.73	3.90	3.47	―	2.92	4.20
(6)配当利回りベース	2.12	1.62	2.14	2.22	3.03	2.29
(7)経験から得られた知識によるプライシング基準	4.00	4.10	―	―	―	―

注：VCF　N=41, VCist　N=105　, Manigart et al.(2000), p.399 をもとに作成(米国は，N=73，英国は，N=66，ベルギー＆オランダは，N=38，フランスは，N=32)

3　評価手法

VCF と VCist のそれぞれに，評価手法について質問した。技法の選択肢は，Timmons(1992)をもとに，(1)ベンチャーキャピタル法（予想収穫時点の純利益と類似企業の株価収益率から期末価値を割出し割引く），(2)ファンダメンタル法（将来予想される毎年の会計上の利益を現在価値に割引く），(3)ファーストシカゴ法（成功，生存，失敗という３つのシナリオについての企業価値予想確率加重平均，(4)ＤＣＦ法（事業計画を２ないし３にわけ，それぞれの期間のフリーキャッシュフローを割引，継続価値を加算），(5)比較類推法（類似企業の取引事例から類推）とした。それぞれの選択肢に関しての活用度の選択肢は，「1．まったく使わない」から「2．いつも使う」の 5 段階とした。平均値が高かったのが，VCF では (5)比較類推法，(1)ベンチャーキャピタル法，VCist では(5)比較類推法， (1)DCF 法となった(第 3 表)。

第 3 表　投資先評価において活用している評価手法

	VCF		VCist	
	平均値	標準偏差	平均値	標準偏差
(1)ベンチャーキャピタル法	3.55	1.38	3.29	1.61
(2)ファンダメンタル法	2.73	1.19	2.41	1.36
(3)ファーストシカゴ法	2.00	1.10	1.66	1.07
(4)ＤＣＦ法	3.46	1.33	3.35	1.36
(5)比較類推法	3.61	1.22	3.57	1.30

(VCF　N=41，VCist　N=105)

4　株価，期間，確率

VCF と VCist のそれぞれに，投資意思決定にあたって重視する要因について質問した。要因の選択肢は，浜田(1996)をもとに(1)投資時の株価，(2)出口までの予想される時間，(3)出口時の予想株価(売却)，(4)公開確率，(5)その他とした。それぞれの選択肢に関しての重視度の選択肢は，「1．低い」から「2．高い」の 5 段階とした。

平均値が最も高かったのは，VCF と VCist 共に(1)投資時の株価（購入）で，(3)出口時の予想株価（売却）が続いた(第 4 表)。

第 4 表　投資意思決定にあたって重視する要因

	VCF		VCist	
	平均値	標準偏差	平均値	標準偏差
(1)投資時の株価（購入）	4.55	0.74	4.66	0.68
(2)出口まで予想される期間	4.20	0.72	4.26	0.90
(3)出口時の予想株価（売却）	4.44	0.81	4.59	0.73
(4)公開確率	4.13	0.93	4.28	0.98

(VCF　N=41，VCist　N=105)

5　期待内部収益率

VCF と VCist のそれぞれに，投資先企業成長段階毎の期待内部収益率を質問した。成長段階は，Maison and Harrison(1999)をベースとして，(1)スタートアップ(創業 - 売上まで)，(2)アーリー(売上-単年度黒字まで)，(3)成長期(単年度黒字 - 累損解消まで)，(4)レイター(累損解消以降 IPO まで)とした。期待収益率の選択肢は，(1)0-10%，(2)10-20%，(3)20-30%，(4)30-40%，(5)40-50%，(6)50-60%，(7)60-70%，(8)70-80%，(9)80%-100%とした。期待収益率に関する(1)から(9)の選択肢の階級値を，それぞれ(1)5%，(2)15%，(3)25%，(4)35%，(5)45%，(6)55%，(7)65%，(8)75，(9)90%とした。

投資先企業成長段階毎の期待内部収益率の平均値は，VCF では(1)スタートアップ(創業 - 売上まで)で 62.5%(標準偏差 23.00)，(2)アーリー(売上-単年度黒字まで)で 54.1%(標準偏差 19.82)，(3)成長期(単年度黒字 - 累損解消まで)40.8%(標準偏差 16.81)，(4)レイター(累損解消以降 IPO まで)で 30.1%(標準偏差 17.29)となった。一方，VCist では(1)スタートアップ(創業 - 売上まで)で 70.3%(標準偏差 21.55)，(2)アーリー(売上-単年度黒字まで)で 58.7%(標準偏差 19.79)，(3)成長期(単年度黒字 - 累損解消まで)43.6%(標準偏差 17.33)，(4)レイター(累損解消以降 IPO まで)で 30.2%(標準偏差 17.07)となった。いずれも，VCist が若干高いという結果となった。

Ⅳ　投資先関与

1　財務諸表，経営報告，事業計画の提出頻度

VCist に対して，1996 年 4 月以降の担当企業(現在の担当企業を除く)及び現在の担当企業について，「財務諸表」「経営報告(現状)」「事業計画（将来予測）」の提出は，平均してどのくらいの頻度で求めているのかを質問した。選択肢は，(1)月 1 回，(2)4 半期毎，(3)半期毎，(4)年 1 回，(5)求めないとした。

「財務諸表」「経営報告(現状)」「事業計画（将来予測）」の提出頻度は，1996 年 4 月以降の担当企業(現在の担当企業を除く)の認識よりも，現在の担当企業の認識の方が高頻度となっている。現在の平均値を見ると，「財務諸表」「経営報告(現状)」では(1)月 1 回から(2)四半期毎程度，「事業計画(将来)」では(3)半期毎から(4)年一回程度となっている(第 5 表)。今回の質問表調査について，1997 年に，英国の VCist を対象とした先行研究である東出・Birley(1999)と比較すると，「財務諸表」「経営報告(現状)」「事業計画（将来予測）」いずれも，東出・Birley(1999)の結果より提出頻度が低い。

2　連絡手段と頻度

VCist に対して，1996 年 4 月以降の担当企業(現在の担当企業を除く)及び現在の担当企業について，投資先企業との連絡手段と頻度について質問した。連絡手段は，「直接面談」「電話・電子メール」「書面」で，頻度は(1)毎日，(2)週 2 回，(3)週 1 回，(4)月 2 回，(5)月 1 回，(6)3 ヶ月 1 回，(7)それ以下とした。

「直接面談」「電話・電子メール」「書面」の頻度は，1996 年 4 月以降の担当企業(現在の担当企業を除く)の認識よりも，現在の担当企業の認識の方がいずれも若干であるが頻度が高まっている。平均値を見みると，「直接面談」は(5)月 1 回から(6) 3 ヶ月 1 回程度，「電話・電子メール」は(4)月 2 回から(5)月 1 回程度，「書面」は(6) 3 ヶ月 1 回から(7)それ以下となっている。今回の質問表調査について，東

出・Birley(1999)と比較すると「直接面談」「電話・電子メール」「書面」のいずれも，東出・Birley(1999)より頻度が低い(東出・Birley(1999)においては，電子メールの設問はない)(第 6 表)。

第 5 表　財務諸表，経営報告(現状)，事業計画の提出頻度

			(1)月 1 回	(2)四半期毎	(3)半期毎	(4)年一回	(5)なし	無回答	平均値	標準偏差
財務諸表	本論文	1996-	35.2%	21.0%	25.7%	9.5%	0.0%	8.6%	2.10	1.04
		現在	47.6%	28.6%	15.2%	3.8%	0.0%	4.8%	1.74	0.87
	東出・Birley(1999)		96.7%	1.3%	0%	2.5%	0%	-	1.1	0.5
経営報告	本論文	1996-	36.2%	26.7%	22.9%	3.8%	0.0%	10.5%	1.94	0.91
		現在	49.5%	36.2%	9.5%	1.0%	0.0%	3.8%	1.60	0.70
	東出･Birley(1999)		83.5%	8.9%	0%	2.5%	5.1%	-	1.4	1.0
事業計画	本論文	1996-	5.7%	11.4%	26.7%	41.0%	4.8%	10.5%	3.31	0.98
		現在	7.6%	15.2%	33.3%	37.1%	1.9%	4.8%	3.11	0.97
	東出・Birley(1999)		36.7%	24.1%	17.7%	16.5%	5.1%	-	2.3	1.3

(VCist　N=105，東出･Birley(1999)，p88)

第 6 表　連絡手段と頻度

			(1)毎日	(2)週２回	(3)週１回	(4)月２回	(5)月１回	(6)３ヶ月１回	(7)以下	無回答	平均値	標準偏差
直接面談	本論文	1996-	0.0%	2.9%	3.8%	17.1%	32.4%	26.7%	8.6%	8.6%	5.11	1.14
		現在	0.0%	1.9%	1.9%	21.9%	49.5%	18.1%	2.9%	3.8%	4.92	0.89
	東出・Birley (1999)		0.0%	2.5%	7.5%	23.8%	37.8%	25.0%	3.8%	-	4.9	1.1
電話・メール	本論文	1996-	1.9%	7.6%	15.2%	17.1%	31.4%	14.3%	3.8%	8.6%	4.39	1.37
		現在	2.9%	8.6%	23.8%	32.4%	22.9%	5.7%	0.0%	3.8%	3.84	1.15
	東出･Birley (1999)※電話		6.3%	13.8%	26.3%	31.3%	15.0%	6.3%	1.3%	-	3.6	1.3
書面	本論文	1996-	0.0%	1.0%	1.0%	0.0%	15.2%	21.0%	49.5%	12.4%	6.32	0.96
		現在	0.0%	0.0%	1.0%	1.9%	21.0%	17.1%	49.5%	9.5%	6.24	0.95
	東出・Birley (1999)		0.0%	3.8%	15.0%	13.8%	31.3%	25.0%	11.3%	-	4.9	1.3

(VCist　N=105，東出･Birley(1999)，p89)

3　投資先企業の経営陣交代への関与

VCist に対して，1996 年 4 月以降の担当企業について，投資先企業の経営陣(社長以下取締役含む)の交代に主導的に関与したことはあるかどうかを質問した。関与したことがあると答えた VCist の割合は，50.5%であった。また，関与したことがあると答えた VCist に対して関与した企業数を質問したところ，平均は 3.04 社であった(標準偏差 2.62)。

4　経営支援の実態

VCist に対して，これまでの行った経営支援について質問した。選択肢は，Harrison and Mason(1992)，東出･Birley(1999)，桐畑(2006)をもとに，(1)資本金・借入金のアレンジ，(2)ファイナンスに関するアドバイス(IPO 支援含む)，(3)経営者・社員のモティベーション付け，(4)リクルート（外部人材）の支援，(5)内部統制を含めた社内規定の整備，(6)企業戦略の調整，(7)他の専門家の紹介・橋渡し，(8)業界競合情報の提供, (9)マーケティング計画, (10)一時的な企業危機への対応, (11)経営者の個人的な問題へのアドバイスとした。

最も多くの VCist が経験を有する支援は，ファイナンスに関するアドバイスで，以下(1)資本金・借入金のアレンジ，(7)他の専門家の紹介・橋渡しと続いた。支援経験の有無に関して，Harrison and Mason(1992)，東出･Birley(1999)，桐畑(2006)と比較可能な 7 項目について平均値を比較すると本論文は 72.6%, 桐畑(2006)が 66.5%, 東出･Birley(1999)が 68.8% ，Harrison･Maison(1992)が 51.1%と，本論文の調査結果がいずれをも上回った(第 7 表)。

第 7 表　支援経験の有無

	VCist	桐畑(2006)	東出･Birley (1999)	Harrison･Maison(1992)
(1)資本金・借入金のアレンジ	87.6	75.0	72.5	49.4
(2)ファイナンスに関するアドバイス	91.4	84.4	82.5	N/A
(3)経営者・社員のモチベーション付け	72.4	62.5	92.5	41.3
(4)外部人的資本の導入(リクルーター)	79.0	62.5	53.8	39.7
(5)内部統制を含めた社内規定の整備	40.0	-	-	-
(6)企業戦略の調整	75.2	71.9	71.3	61.5
(7)他の専門家の紹介・橋渡し	87.6	84.4	72.5	N/A
(8)業界競合情報の提供	71.4	75.0	41.3	44.2
(9)マーケティング計画	57.1	62.5	80.0	51.3
(10)一時的な企業危機への対応	65.7	56.3	70.0	70.5
(11)経営者の個人的な問題へのアドバイス	63.8	62.5	60.0	N/A

(VCist　N=105，実績を有する VC の構成比率(%)。N=32，東出･Birley(1999)及び Harrison and Mason(1992)のデータを一部省略及び本質問票調査結果を加筆して再作成。)

5　投資失敗要因

VCist に対して，「売却，経営者への売り戻し」「倒産・解散・償却」に陥った直近の投資先企業を最大 3 社選択した上で，それぞれの投資先の失敗要因を質問した。有効回答数は 201 で，第 8 表の割合(%)は有効回答に占める割合を示している(複数回答)。

選択肢は，Gorman and Sahlman(1989)をベースに，(1)取締役のマネジメントの能力不足，(2)経営幹部のマネジメントの能力不足，(3)期待していた最終顧客市場開拓の失敗，(4)販売チャネルの不足によるマーケットシェア獲得の失敗，(5)競争激化によるマーケットシェア獲得の失敗，(6)製品・サービスのレベルの低さによる

マーケットシェア獲得の失敗，(7)製品・サービスの開発の遅れ，失敗，(8)製造工程管理の失敗，(9)製品・サービス力の低さ，(10)品質管理の失敗，(11)人材の育成・確保の失敗，とした。

最も多くの VCist が失敗要因と指摘したのが，(1)取締役のマネジメントの能力不足が最も多くで，以下 (3)期待していた最終顧客市場開拓の失敗，(2)経営幹部のマネジメントの能力不足，(7)製品・サービス開発の遅れ，失敗と続いた。

米国の VCist を対象とした Gorman and Sahlman(1989)によると，米国の VCist が失敗要因としたものの上位は，(1)取締役のマネジメントの能力不足が最も多く，(7)製品・サービス開発の遅れ，失敗 ，(2)経営幹部のマネジメントの能力不足，(3)期待していた最終顧客市場開拓の失敗とほぼ同様の結果となっている。VCist の投資先企業における失敗要因は，日米共に大きな相違がないことがわかる(第 8 表)。

第 8 表　投資先企業における失敗要因

		本論文	Gorman& Sahlman (1989)
経営	(1)取締役のマネジメントの能力不足	72.6%	95%
	(2)経営幹部のマネジメントの能力不足	46.3%	50%
マーケティング	(3)期待していた最終顧客市場開拓の失敗	51.7%	43%
	(4)販売チャネルの不足によるマーケットシェア獲得の失敗	22.9%	35%
	(5)競争激化によるマーケットシェア獲得の失敗	23.4%	34%
	(6)製品・サービスのレベルの低さによる マーケットシェア獲得の失敗	18.4%	28%
製品	(7)製品・サービスの開発の遅れ，失敗	38.3%	51%
	(8)製造工程管理の失敗	10.9%	11%
	(9)製品・サービス力の低さ	25.9%	18%
	(10)品質管理の失敗	10.4%	13%
人材	(11)人材の育成・確保の失敗	30.8%	-
その他		9.0%	-

(VCist　N=105，％は有効回答 201 に占める割合，複数回答，Gorman and Sahlman(1989)は，有効回答 96 に占める割合)

V　公募価格と初値の乖離現象

1　売却時期及びキャピタルゲイン評価

VCF を対象に，1996 年 4 月以降の投資先企業の内，株式公開に成功した企業について，その最終的な株式売却時期と，それぞれの時期におけるキャピタルゲインの評価について質問した。最終的な売却時期の選択肢は，(1)株式公開直後から 1 ヶ月未満，(2)株式公開後 1 ヶ月以降から 1 年未満，(3)株式公開後 1 年以降とした。また，キャピタルゲインの評価は，「1.大きい」から「５.小さい」の 5 段階とした。

最終的な売却時期の割合（%）の平均値は，(1)株式公開直後から 1 ヶ月未満が 41.8%，(2)株式公開後 1 ヶ月以降から 1 年未満が，27.3%，(3)株式公開後 1 年以降

が 30.8％と，(1)株式公開直後から 1 ヶ月未満が最も多かった。

一方，売却時期毎のキャピタルゲインの評価は，(1)株式公開直後から 1 ヶ月未満が, 平均値 1.84(標準偏差 1.11), (2)株式公開後 1 ヶ月以降から 1 年未満が 2.42(標準偏差 0.83)，(3)株式公開後 1 年以降が，3.18(標準偏差 1.23)と，(1)株式公開直後から 1 ヶ月未満が，最もキャピタルゲインが得やすいとの認識を示している。

2　重視度と評価

VCF と VCist のそれぞれに対して，公募価格と初値の乖離現象についての重視度について質問した。VCF の重視度は，(1)大変重視しているが 22.0%，(2)重視しているが 51.2%，(3)あまり重視していないが 19.5%，(4)重視していないが 0%，無回答・その他が 7.3%となった。一方，VCist の重視度は，(1)大変重視しているが 20.0%，(2)重視しているが 50.5%，(3)あまり重視していないが 21.9%，(4)重視していないが 3.8%，無回答・その他が 3.8%と，VCF とほぼ同様の認識を持っている。

一方，その評価について，VCF は(1)大変問題が 12.2%，(2)問題が 61.0%，(3)あまり問題ではないが 14.6%，(4)問題ではないが 4.9%，無回答・その他が 7.3%となった。一方，VCist は，(1)大変問題が 22.9%，(2)問題が 49.5%，(3)あまり問題ではないが 18.1%，(4)問題ではないが 1.9%，無回答・その他が 7.6%となった。(1)大変問題と答えている割合を見ると，VCF は 10.0%に留まった一方，VCist は 22.9%と VCF の 2 倍以上になった。

3　公募価格

次に，VCF と VCist のそれぞれに対して，公募価格の評価について質問した。VCF は，公募価格の現状について，(1)新規株式公開企業の本来の実力より低く評価されているが 29.3%，(2)新規株式公開企業の本来の実力どおり適正に設定されているが 43.9%，(3)新規株式公開企業の本来の実力より高く評価されているが 9.8%，(4)その他が 12.2%，無回答が 4.9%となった。VCist は，公募価格の現状について，(1)新規株式公開企業の本来の実力より低く評価されているが 35.2%，(2)新規株式公開企業の本来の実力どおり適正に設定されているが 33.3%，(3)新規株式公開企業の本来の実力より高く評価されているが 17.1%, (4)その他が 12.4%, 無回答が 1.9%となった。

さらに，公募価格について，(1)新規株式公開企業の本来の実力より低く評価されている，(2)新規株式公開企業の本来の実力より高く評価されている、を選択した VCF と VCist に対して，その原因について質問した。選択肢は(1)幹事証券会社側，(2)公募に関与する投資家側，(3)公募価格に関する一連の決定方法，(4)その他とした。

VCF は(1)幹事証券会社側が最も多く 87.5%，以下(2)公募に関与する投資家側(18.8%), (3)公募価格に関する一連の決定方法(12.5.%), (4)その他(12.5%)と続いた。VCist は(1)幹事証券会社が最も多く 78.2%, 以下(3)公募価格に関する一連の決定方法(27.3%)，(2)公募に関与する投資家側(23.6%)，(4)その他(14.5%)と続き，(3)公募価格に関する一連の決定方法を原因とする認識する VCist の割合（27.3%）が，VCF の認識(12.5%)の 2 倍以上となった。

4　初値

VCF と VCist のそれぞれに対して，初値の評価について質問した。

初値の現状について，VCF は (1)新規株式公開企業の本来の実力より低く評価されているが 0.0%，(2)新規株式公開企業の本来の実力どおり適正に設定されているが 9.8%，(3)新規株式公開企業の本来の実力より高く評価されているが 68.3%，(4)その他が 12.2%，無回答が 9.8%となった。VCist は，(1)新規株式公開企業の本来の実力より低く評価されているが 1.9%，(2)新規株式公開企業の本来の実力どおり適正に設定されているが 5.7%，(3)新規株式公開企業の本来の実力より高く評価されているが 64.8%，(4)その他が 14.3%，無回答が 13.3%となった。

初値について，(1)新規株式公開企業の本来の実力より低く評価されている，(2)新規株式公開企業の本来の実力より高く評価されている, を選択した VCF と VCist に対して，その原因について質問した。

VCF は，(2)公募に関与する投資家側が 71.4%で最も多く， 以下(1)幹事証券会社側(17.9%)，(3)公募価格に関する一連の決定方法(7.1%)，(4)その他(10.7%)と続いた。VCist は(2)公募に関与する投資家側が 65.7%で最も多く， 以下(1)幹事証券会社側(20.0%)，(3)公募価格に関する一連の決定方法(5.7%)，(4)その他(21.4%)となった。

5　学術研究への関心，活用度

VCF に，公募価格と初値の乖離現象に関する学術研究への関心について質問したところ，(1)大変関心を持っているが 9.8%，(2)関心を持っているが 51.2%，(3)あまり関心を持っていないが 29.3%, (4)関心を持っていないが 4.9%, 無回答が 4.9%となった。

次に, 学術研究の活用度について質問したところ, (1)十分応用しているが 2.4%, (2)応用しているが 17.1%，(3)あまり応用していないが 36.6%，(4)応用していないが 34.1%，無回答が 9.8%となった。

むすびにかえて

VEC調査[6]と本調査の異同について述べむすびとしたい。

VC の出口状況に占める IPO の比率が，VEC 調査（2005 年 3 月までの一年間）では 537 件のうちの 265 件で約 50%と極めて高い。これに対し本調査では 29%，キャピタリスト調査でも 25%と低くなっている。両調査には約 1 年半の期間の差があるが，それが異なる結果の原因とは考えにくい。というのは，2004 年～2006 年中頃までの公開状況はあまり差がない。2004 年の IPO は 175 社，2005 年 158 社とやや下がったが 2006 年は推定で 200 社を超えると予想されている。

両調査の IPO 比率の大きな差は，調査サンプルの性格が違うことに由来するものと思われる。本調査の方が VEC 調査に比べて設立後年数の若い企業が多い（1990 年代 11 社，2000 年代 16 社…41 社中）。つまり，VCF が若いので未だホールドの状況にある投資先が多く，その分 IPO 比率が下がっているものと推定される。

投資先企業の分野別比率でも両調査には若干の差が認められた。IT 分野が最大の投資先であることは同じだが，VEC 調査では 28%，本調査では 38%(VCF)であった。逆にバイオの比率は 22%に対し 17%である。この差は，やはり本調査に答えた VCF が比較的若く，そのため資金力の関係で IT 分野を選び易いことが推定される。他にも，バイオ分野が言われているほど伸びていないこと，反面，従来型産業への投資を増大させているという現実路線が本調査では浮かび上がっている。

2005 年に入ってからの IT 分野投資の増大傾向は，もうひとつのベンチャーキャピタル調査である日本経済新聞社のそれでも確認されている。IT 向けは 2004 年度に比べ 2.2 倍に伸長し 773 億円，反面，バイオ・医療関係は 7 年ぶりに減少に転じ 7%減の 198 億円であった。この原因は，バイオの推進主体のひとつである大学発ベンチャーに翳りが出てきたことと関連していると思われる。

VEC調査とは関係ないが，最後に利益相反問題に触れておこう。この問題は，門脇徹雄氏[7]などにより以前から指摘されている日本のベンチャーキャピタルの構造問題である。しかし，本調査では，実際に出資者からクレームがあったのは 2 から 3 社（ファンドと本体は 3 社，ファンドは 2 社）にすぎず，これらの会社も社内基準を設定していると答えている。つまり表面上は，問題はないのである。

この結果の分析は，追跡調査の結果を待たねばならないが，今のところの解釈は，ベンチャーキャピタル会社の株主とこの会社がジェネラルパートナーになっているファンドの主な出資者が同一であるケースが多いということである。それは，ベンチャーキャピタルのファンドがそれ程大衆化していないことの裏返しである。VEC 調査によれば，出資者の個人比率はほとんどゼロの状況から近年増加したとはいえ，2005 年までの 1 年間の総計で 391 人中の 77 人，金額で 14%にとどまっている。もっとも個人の増加は著しい現象であり，やがて利益相反問題が表面化することも充分予想される。

---

[6] 『平成 17 年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査』平成 17 年 12 月，ベンチャーエンタープライズセンター

[7] 門脇徹雄『投資ファンドとベンチャーキャピタルに騙されるな』（2003 年，半蔵門出版，特に 47 頁に表 2-1 として利益相反事項が一覧表になっている）。

補論 I　日本のブックビルディング・公募価格決定方式と自由記述

1997 年以降，日本では IPO に際する公募価格の決定方式としてブックビルディングを採用している。本論では，証券会社からの聞き取りによりこの方式の実際を紹介し（(1) 日本のブックビルディング・公募価格決定方式)，次に今回のアンケート調査に記されたこの方式への自由回答意見（(2)自由記述意見のまとめ）を取りまとめる。注目すべきは，公募価格の決定と公募株の配分はまったく異なったプロセスで決まるということである。順に見ていこう。

(1)日本のブックビルディング・公募価格決定方式

〈公募価格の決定〉

ブックビルディングの実際（B 証券の場合）

A 社（公開企業）　B 証券（公開引受幹事証券）

A 社の公開日を 10 月 1 日とする。

① 1 ヶ月前の 9 月 1 日に公募・売り出しの取締役会決議をあげる。有価証券届出書および有価証券発行目論見書作成。

B 証券が機関投資家である C 銀行，D 生命保険等にプレヒアリング（どのくらいの株数をどのくらいの価格で買いたいか)。

② 公開 15 日前に B 証券が A 社と相談して公募価格の仮条件（上限○○円～下限○○円）を決定。ここでは様々な要素とプレヒアリングの結果が考慮される。ここでは 120～100 円で決定と仮定。

③ 9～14 日前　B 証券と他の証券会社は自分達の顧客に仮条件を呈示し，ブックビルディングを開始。

④ 8 日前　公募価格をブックビルディングの状況をみて, 幹事証券が決定する(別紙 1 参照)。

×　×　×　×　×

〈株式の配分の決定〉

A 社の公募・売り出し総数が 1 万株とする。公開日設定の段階で主幹事・副幹事に割り振り。

〈例〉主幹事・60%　副幹事１・20%　副幹事２・10%　副幹事３・5%　副幹事４・5%とすると主幹事への配分は 6000 株。

通常これの 80%を本支店に割り振る

4800 株 → 2000 株本店 → 主に本店扱いの機関投資家に割り振る

2800 株を 4 つの支店へ（4 支店しかないとする）

（支店への配分は，支店の規模，ノルマ達成度，顧客開拓努力，営業状況一般などで，本店の公開引受部等が判断）

（1）　支店 1 に 700 株が配分

これを裁量で顧客に配分（機関投資家優先，大口顧客優先，損失顧客への補填（？)）ここは支店長の裁量・判断

（2） 残りの1200株についてB証券に寄せられた全てのオファー（注文）で抽選。（Hot なケース）

120 円で上限 2400 株→すでに一杯なので 120 円で決定。この価格が配分方法に関係なくすべての株の公募価格となる。当選確率 1/2。落選顧客に（2）を割り当てることも。(1)，(2）を合計して機関投資家には割り当て株数に目途をつけておくこともある。

個人顧客は（1）で配分されたのか（2）で当選したのか知らされない場合が多い。〈証券マンが顧客に通知する際のニュアンスがこれを伝える。単純に"当選しました"もあるし，"当てました"，"努力しました"，"少々無理しました"等様々。〉

日本ではブックビルディングへの顧客の bit（注文の際の価格）情報は出されない。

（1）の選別の基準は各証券の内規（非公開）にある。社会ルール，慣行。

〈例〉（1）の配分は年 5 回が限度，月 2 回が限度。証券会社の言い分は，すぐ売ってしまう顧客でなく長期保有の機関投資家に保有してもらいたい。それが発行主体の希望でもある。損失の出た顧客，何度も落選の顧客に配慮している気配はある。

＊non hot ケース

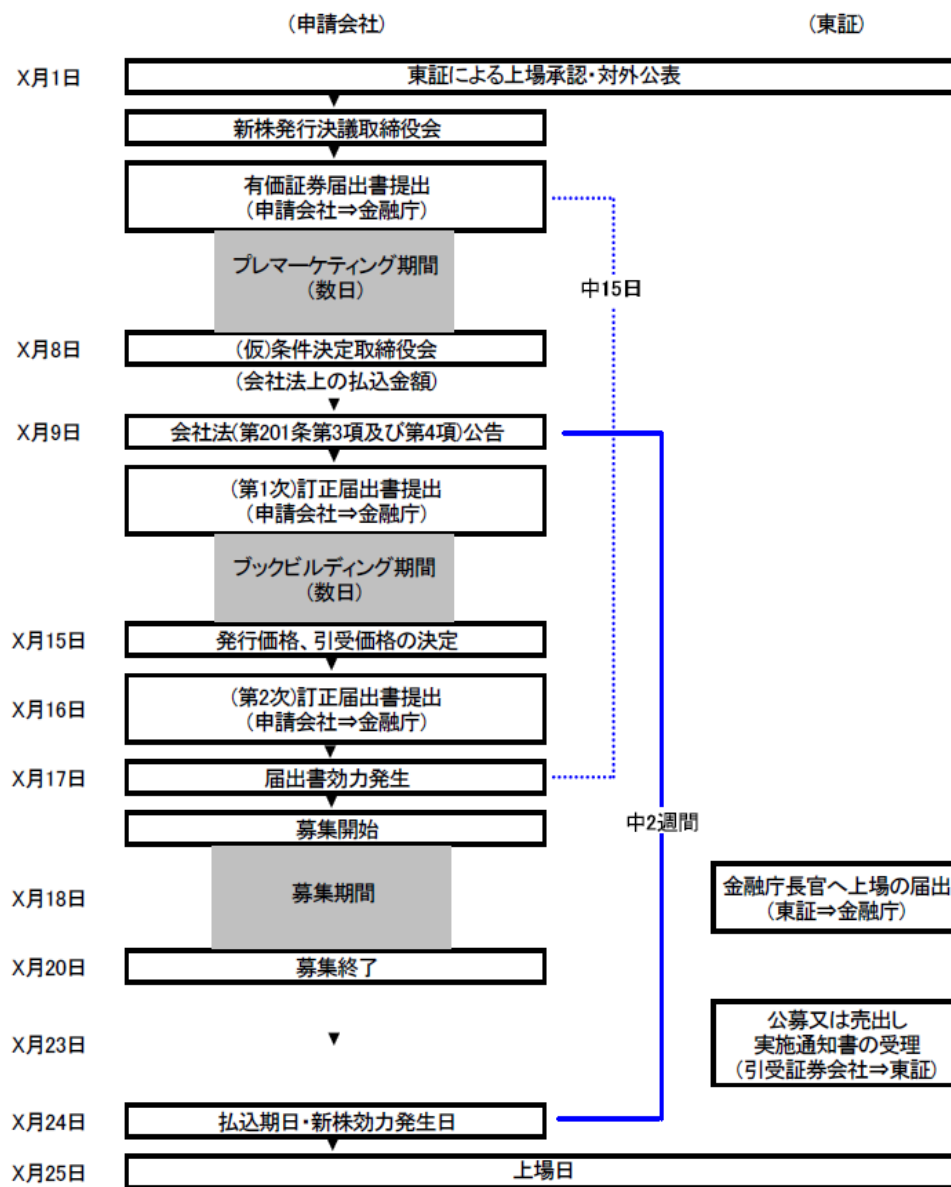
120 円	0 株の注文
119～110 円	500 株の注文
109～105 円	500 株の注文
104 円	100 株の注文
103 円	200 株の注文

公募価格は 103 円（以下もある)。103 円-119 円の間で応募状況をみて，幹事証券が決定。104 円以上の応募は当選。103 円 200 を抽選，1/2 の確率。

日本では 80％の部分で各証券会社の裁量（discretion）が現実に働いているが，その裁量を支配するのは応募値（bid）ではなく，証券会社の対顧客政策である。"当ててやる"こともできるのであり，hot ばかりであるとすれば，リクルート時代とあまり変わっていないともいえる。

＊2006 年 9 月以降は，各証券会社に配分されたものの内，約 20％がインターネットで抽選に附されることになった。ネット系証券などでは，この比率が高く 80％程になるケースもある。

別紙 1

東京証券取引所に新規公開する場合で，公募・売り出しを行う場合の流れは，次のようになる。

出所：東京証券取引所ホームページ（http://www.tse.or.jp/listing/b_listing/guide/）「上場制度の概要」

(2)自由記述意見のまとめ
アンダープライシングと初値天井という IPO めぐるふたつの象徴的な現象については，これを問題視する意見が多かった。

全体の株式の 20%が抽選に附されるだけだが公募価格はここで決まる。需要が大きく供給が少ないため多くの場合，価格は上限で決まることが多い。今年 1 月以降の東証，ジャスダック，マザーズ，ヘラクレス等の IPO 例をみても，ほとんどのケースで，仮条件価格の上限が募集売出し価格となっている。しかし，上限で決まっても，初値はさらにこれを上回る。つまり，アンダープライシングだが，ということは，問題は仮条件の決定に際して既に生じているとみなければならない。自由記述では，①プレヒアリングおよびヒヤリングが買う気がない機関投資家を対象にして行われているとの指摘があった。証券会社が金融グループの一員である場合，ヒヤリング先が同じグループの銀行や保険会社である事は充分に予想される。また，こうなると内輪の交渉であるため不透明感も出てくる。公募価格決定のプロセスが不透明であるという指摘は今回のアンケートでも多かった。価格決定に際して購入意志のある機関投資家に意見を聞かず，あるいはそれが形式的で，実は幹事証券会社がまさに裁量で決めているという批判もあった。

では裁量で，どうして低い公募価格が好まれるのか。背景はいくつかある。ひとつは，証券会社が自分の顧客，すなわち投資家を優遇しようとするからというものである。“営業政策”，“販促商品”という表現でこの問題を指摘した回答が多かった。

証券会社にしてみれば，IPO 支援は費用のかかる，かつまた成功確率のついたビジネスである。だから単独で採算がとれない。そうであれば，これを全社的に利用しようとするのは避けられない。日本の証券会社は本質的には株式ブローカーである。進化をしているとはいえ，会社にとって大事なのは株式の売買注文を出してくれる投資家であることは変わっていない。なるべく公募価格を低く抑え，それを得た顧客に利益を供与する。みえすいた便宜供与だが，この“取引”の存在は否定できない。

では初値はなぜ高くなるのか。これについては，初値の高目の設定が証券会社の営業力の証明と錯覚しているからだという指摘があった。幹事証券に選ばれる事は“幹事競争”と称されるように証券会社には大変な事である。毎年，獲得件数のランキングが発表され，上位である事が次の案件獲得を容易にする。初日に高い値がつき売買高が膨らむことが IPO の引受けの成功を示す最後の花火とみられるとすれば，高い初値も当然の努力目標である。これで最後なのであれば，あとの事は二の次だから初値が当面の最高値になってもおかしくない。

発行主体も高い初値を歓迎するという，よく考えてみると奇妙な現象も日本では観察される。奇妙といったのは，初値が高いということはアンダープライシングの程度もひどく，その分発行主体は損をしているとも考えられるからである。それなのに高い初値を歓迎するのは，初値が企業への市場の評価だと考えるからである。このような短期的視点のみが IPO に際し優先されることには問題があるかもしれない。そして，多くの個人投資家も短期的視野に迎合する。特にネット系証券会社の台頭で IPO の初値が釣り上げられるという指摘もあった。しかし，この種の証券会社だけに責任を転嫁するのはおかしなことだろう。個人投資家の拡大は顕著だが，いわゆる“投資家教育”はなされてはおらず，公募で買えれば儲

るという神話だけが広がっている。しかし，このような状況では長い目での IPO マーケットの成長は期待できない。

IPO 株式の配分についても多くの問題が指摘されている。抽選という“公明正大”は全体のおよそ 20%の範囲で，しかも配分された証券会社の本・支店内で行われる。抽選が公明正大であるとしても，それをもって全プロセスが問題なく行われていることを意味しない。80%は裁量なのである。多くの人が，販促や損失補てんに使用されていると疑っている。

証券会社の反論もある。幹事証券会社にとって重要なのは IPO を成功させること。成功とは，他の商品の販売と同様，完売すること。だとすれば，大口の買い手を探しある程度，事前に数量を確保しておくことは当然である。一般投資家からみれば，それは機関投資家の優遇であり不公平にも映ろうが，引受幹事の任務の遂行上いたしかたない。もし，すべてを抽選にしたら，売れ残りのリスクは格段に高くなる。それは IPO の費用が増大することを意味し，やがて発行企業に転化される。

補論Ⅱ　京都エンタープライズ・ディベロップメント小史

日本のベンチャーキャピタルの第 1 号が京都市に設立されたというのは関係者のよく知るところである。しかし，この KED と略称される会社の設立（1972 年 11 月）から解散（1979 年 8 月）までのいきさつはあまり紹介されていない。

わずかに 30 年程前のことであるが早くも歴史の大海に没しようとしている。補論は，数少ない資料と証言をつなぎ合わせて日本のベンチャーキャピタル第 1 号の小史を記したものである。

〈ボストン視察〉

1971 年に京都経済同友会のメンバーがアメリカのボストン市を訪れる。目的は，古都ボストンの復興状況の視察であった。ボストンは古い都市だが，それだけにニューヨークなどの新興都市に追い抜かれ，経済は停滞気味であった。これを打破するために新しい産業の育成が試みられていた。ボストンの状況に京都との類似性をみていた京都経済同友会が着目したのはこの点である。この視察については 1972 年 3 月に報告書（『ベンチャー・ビジネスと企業家精神』ボストン・ベンチャー・ビジネス視察報告，京都経済同友会）が出ている。

おそらく，これはベンチャーに関して行われた最初の視察団であった。京都経済同友会は出発前にも新興産業育成について議論しており（1966 年以来，研究会が活動)，当時,「京都産業開発センター」という京都財界の共同出資による投資，経営コンサルタント，人材支援などの“世話”をする機関の設立が構想されていた。そして，一行がボストンで出会ったのがARD（アメリカン・リサーチ・ディベロップメント，1946 年，ボストンの企業家が協力して 500 万ドルの資本金で設立）であった。注目すべきは，視察団が求めたのはベンチャーキャピタルという純粋な投資機関そのものではなく，投資を含めた総合サービス機関であった，つまり，ハンズオン型だったのであった。ADRは，有名なジョージ・ドーリオ氏やラルフ・フランダース氏のような志のある新企業の育成リーダー[8]に率いられ，かつ，経営支援スタッフを擁するお手本となるべきベンチャーキャピタルであった。[9]

---

[8] ドーリオ氏はハーバード大学の教授，フランダース氏は機械器具会社の社長でボストン連邦銀行の総裁にまでなった人物であった。ボストンの当時の様子についてはジェーン・ジェイコブスの著書（邦訳『都市の論理』中江利忠，加賀谷洋一訳，鹿島出版会，1971 年，原著は，”The Economy of Cities”である。この中でフランダース氏がボストンの衰退の原因を「昔からの産業の衰退ではなく，新しい産業の欠如」がもたらしたとし,「ボストンの新しい産業に向けられるべき資本が不足したためだ」(同上訳，237 頁）と主張していることを紹介している。つまり，新産業の育成にはボストンの伝統的な金融業の革新が必要である事を説いていたのである。

[9] ADR社についてはは先のジェイコブスの著作に初期の活動についての記述がある。

・ADR は「投資先の企業にあれこれ干渉しない」(同上書 237 頁）という原則を持っていた。ここで干渉しないというのは，支配権を欲しないという意味だがこれは当時のアメリカでは例外的であった。ADR が最初に投資したのはトレーサラブという会社で，それはハーバード大学の若い科学者が個人の預金とわずかな身内からの借金をもとにボストンの下町の崩れかかった古いビルから始まった典型的

京都エンタープライズ・ディベロップメント（以下 KED と略す）は，京都の経済団体である京都経済同友会主導で設立された。資本金 3 億円で，株主には，京都経済同友会の会員企業を中心に，立石電機，ワコール，京都銀行，京都信用金庫，京都中央信用金庫，京都証券取引所などが名を連ねており，証券，銀行，メーカーの各業界から各 10 社程度が参加し，各業界がそれぞれ 1 億円程度を出資した。

視察団は 1971 年 11 月 7 日から 12 日までの 6 日間の日程で，ルート 128 に象徴される米国ボストンのベンチャー企業 4 社と ARD を視察した。

また，京都という地域で育成型を志向する我が国初の民間 VC が誕生した背景には，当時の京都経済界に，ボストンに対する関心が高かった点も見逃せない。ボストンと京都は，共に古い歴史を持っていること，名門の大学を複数抱えていること，ベンチャー的な企業が古くから存在していること等，都市としての共通点と考えられる要素が多い。

視察団の団長は京都経済同友会の代表幹事である小谷隆一氏（伊勢藤工業社長）であり，KED 設立に至るリーダーであった。視察団の母体となった研究会には後のベンチャービジネス運動の主要人物となった国民金融公庫の清成忠男氏や専修大学の中村修一郎氏がおり，先に述べた報告書を執筆している。

視察団の主要なメンバーが帰国後，プレジデント社出版の『ベンチャー・ビジネス』(1972 年 4 月）で対談を行っているがその中で「和製ドーリオの候補者は京都にいますか」と聞かれて小谷氏は「身近におります。名前はちょっと言えませんが…」と答えている。小谷氏は松下幸之助のような人がよいとも発言しているが，そこで白羽の矢が立ったのが立石電機の創業者の立石一真氏であった。[10]

なガレージカンパニーであるが，当初は放射性アイソトープを仕入れそれを包装して医療施設に売る仕事から，やがてアイソトープの計測器を製造した。この会社はポラロイド社の先駆者のひとつであるが，投資家を求めて ADR に出会う。他の投資家は支配権を求めて 51%の持株を要求したが ADR はそうでなく 15 万ドルの投資を決めた。その後，ARD はコンピュータ製造会社の DEC への投資など成功物語をつくりだすが制度的な限界もあった。西澤昭夫氏は，次のように言っている。「ARD は, 当時の法制度の限界から自ら会社型投資信託形式として出資を募り，VC ファンドとなる構成であった。だが，会社型投資信託は広く一般投資家から資金を集めて投資する制度であったため，分散投資のための投資上限が設けられており，かつ成功報酬が規制されており，VC ファンドには適さなかった。」（大滝義博・西澤昭夫共編(2003)『バイオベンチャーの事業戦略』オーム社，第 6 章，p.170）

ADR も，技術系新企業への投資という当初の路線から外れたことがあった。南太平洋のマグロ漁業への融資などがそれであるが，これは失敗し，すぐに元の路線に戻った。尚，ジェイコブスの著作にはベンチャーキャピタルという言葉は登場せず代わりに開発資本（Development Capital）という用語が使われている。新しい企業を育てるための資本という意味では，こちらの方がよいかもしれない。

[10] 次は立石一真氏の回想である。「京都経済同友会で姉妹都市ボストンにベンチャー企業の視察にでかけた。そこで初めてベンチャー企業に資金を供給して，それを商売にしているベンチャーキャピタルというものの存在を知った。京都にもベンチャー企業が多いので，作ってみたらどうだということになった」（日経テレコンより引用)。

立石氏は，KED 初代社長就任の先立つ 1965 年から 3 期 6 年，京都経済同友会の代表幹事を務め，その間京都経済同友会は「京都における中堅的企業の成長とその課題（1968 年 5 月）」と「豊かな京都への提言―未来都市を求めて―（1968 年 6 月）」という京都の産業振興を主眼とした報告書をまとめている。京都の経済人の間では，衰退が懸念された京都産業の振興のために知識産業及びハイ・テクノロジーをもった中小企業の育成が急務と認識されていた。立石氏は，「京都経済同友会における京都産業振興の具体策については，重要プロジェクトとして毎年検討されてきたが，なかなか結論がでなかった。しかしその検討の過程において，アメリカのベンチャー・ビジネスが私どもの関心を引くようになった。ベンチャー・ビジネスとは日本では「ハイ・テクノロジーをもった中小企業」と解釈されているが，私どもの志向する知識産業と重要な関連がある」と述べた上で，KED 設立の理由として「昭和 46 年秋，京都経済同友会からボストンへベンチャー・ビジネス視察団を送ることになったが，実はこれがきっかけとなって，一挙に懸案の結論を引き出すことが出来た」,「この視察報告書で私は初めて，アメリカにベンチャー・キャピタルと称するベンチャー・ビジネスに対する投資会社があることを知った」と述べている。

KED の投資第 1 号は竹中エンジニアリングという会社で,（株式会社としての設立が 1972 年）主にセキュリティシステム製造を主とする会社である。竹中エンジニアリングは KED に毎年 2 割の配当を支払い，同社の社長の弁によれば KED に支援されるのではなく逆に支えにいったという。後年には株式の引き取りも行っている。続く第 2 号はかの日本電産である。これは投資でなく 500 万円という少額の融資であったが（1974 年），当時の同社にとっては恵みの融資であった。現在の社長である永守重信氏は「これで信用がついた」と語っている。

KED のつまずきは早々にやって来る。1975 年に千曲製作所という軽自動車のブレーキ製造会社に投資する（転換社債に 4000 万円）。ところが投資から数ヵ月後（1976 年 3 月）にこの企業は倒産してしまう。KED の審査能力が問われる事件であった。立石社長はこの事件を受けていわゆるベンチャービジネス路線から京都の伝統技術産業に投資の重点を移す。この路線変更に対応して 1976 年には志野陶石という伝統陶芸会社に投資する。しかし，志野も 2000 年に入って間もなく倒産しているから，KED の投資は結果として報われなかった。

KED は 1976 年以降ほとんど活動を停止する。良い投資案件が得られなかったからである。その理由に，KED の出資者に製造業が多く，被投資先が技術情報の流出を嫌ったことがあげられている。しかしより大きな要因はいくつかの失敗で関係者の熱が急に醒めたことだ。京都信用金庫の榊田喜四夫氏（当時理事長）は一連の運動のリーダーのひとりだったが，KED 以後同金庫はベンチャー融資・投資

立石一真氏は 1900 年の生まれで，熊本高等工業学校（現熊本大学工学部）を卒業した後，京都の配電盤メーカー井上電機に就職。30 歳の時に会社を辞め自ら発明した商品を売り，レントゲン装置のタイマー製造で立石電機を設立する。エジソン型発明王でもあったが経営の才覚もあった。映画のプロデューサー・システムをヒントに今日でいう事業部制を導入した。「1991（平成 3）年 90 歳で亡くなるまで残りの人生を自らの発明だけでなくベンチャーの発掘と支援に捧げた（Wisdom,先達に学ぶ決断の時，第 28 回，「立石一真のオートメーション事業開発物語」)。

には距離をおいているし，堀場雅夫氏は当時の教訓を“船頭多くして船山に登る”としてベンチャー投資は投資家個人の“目利き”に頼った方が良いと後に主張することになる。

KED 清算の背景として，浅井(1996)は，「ボストンと共通項の多い京都の風土，環境がかえって，VB の輩出の抑制力になったとしか思えない。（中略）もともと公開に関心の高くない京都の企業人にとって，KED の営業スタンスが理解されなかったことは十分想像できる」と指摘している。その上で，「KED の場合，資本金３億円に地元企業，金融機関，京都証券取引所など 42 社が出資者として名を連ねており，まさに寄り合い所帯そのものになってしまった。アメリカの VC が少数の個人，金融機関などで成り立っているのとは好対照である」と組織体制の問題を挙げている。

お手本の ARD は，1971 年時点において社員は 8 人に過ぎず，少数精鋭を志向した組織であった。京都経済同友会(1971)も，ARD について「抜群の能力をもった頭脳集団であり，しかも少数精鋭主義のブレーン・カンパニー」と指摘すると共に，「業務の分担方式は，投資先企業 1 社或いは 1 つのプロダクトについて 1 人の担当者が決められ，この担当者がマーケティング指導もやり，経理指導もやり技術評価もやるといった風に，仕事別ではなく企業別ないしプロゼクト別の分担組織である」と評価している。ARD 成功の理由の 1 つとして，個々の VCist が，1 つの企業を徹底して担当する少数精鋭と個人主導の組織運営があったのだが，KED は対照的だった。

KED は，多数の株主による集団合議制をとっており，KED の社員が，投資先の経営環境に応じて臨機応変に有効且つ効果的な育成活動を行なう体制になかったことは想像に難くない。立石氏自身，「数多い出資者が全員賛成するような方法では，ベンチャービジネスは育たない」と述べている。育成型 VC を志向する経営理念と組織体制のミスマッチが，KED が清算に至った要因の 1 つと考えられるのである。KED の清算報告書には次のような記述がある。

> よって清算人は，昭和 54 年 7 月 24 日各株主に対し次のとおり分配しました。
>
> | | |
> |---|---|
> | 残余財産換価額 | 295,500,000 円 |
> | 発行済株式総数 | 600,000 株 |
> | 株式分配額 | 1 株につき金 492 円 50 銭 |
>
> となりますが，立石電機株式会社より残余財産の分配請求権の一部放棄（9000 株分）の申出がございました結果
>
> | | |
> |---|---|
> | 残余財産換価額 | 295,500,000 円 |
> | 分配すべき株式総数 | 591,000 株（600,000－9,000 株） |
> | 株主分配金 | 1 株につき金 500 円 |
>
> 上記のとおりご報告申しあげます。
>
> 昭和 54 年 8 月 17 日

つまり社長だった立石氏が自らの分配請求権の一部を放棄して帳尻を合わせたのである。株主平等の原則を敢えて破り，一人損害をかぶったのである。KED，日本の第 1 号ベンチャーキャピタルはこうして姿を消した。

参考文献

Berna Kirkulak(2005)Underpricing, Underwriter Reputation and Venture Capital : Evidence from the Japanese IPO Market, Unpublished Ph.D. dissertation, Graduate School of Economics and Business Administration, Hokkaido University.
Gorman Michael and William A. Sahlman(1989)What do Venture Capitalists do? *Journal of Business Venturing*, 4(4), pp.231-248
Harrison, Richard T. and Colin M. Mason(1992)The Role of Investors in Entrepreneurial Companies: A Comparison of Informal Investors and Venture Capitalists, *Frontiers of Entrepreneurship Research*, pp.388-404.
Hiromasa Nakamura(2006) Venture Capital, Initial Public Offerings and SME Finance in Japanese Economy, SME-Entrepreneurship Global Conference 2006 in Monash University Malaysia (Paper No 1083).
Maison, Collin M. and Richard Harrison(1999)Venture Capital: Rationale, aims and scope, *Venture Capital,* 1(1), pp.1-46.
Manigart, Sophie, Koen De Waele, Mike Wright, Ken Robbie, Philippe Desbrieres, Harry J. Sapienza and Amy Beekman(2000)Venture capitalists, investment appraisal and accounting information : comeparative study of the USA, UK, France, Belgium and Holland, *European Financial Management*, 6(3), pp.389-403
Timmons, Jeffrey A.(1994)*New Venture Creation*, 4thed., Homewood, Ill. : R.D. Irwin.（千本倖生・金井信次訳『ベンチャ-創造の理論と戦略』ダイヤモンド社 1997）
桐畑哲也(2006)「新技術ベンチャー創出とベンチャーキャピタルの投資後活動」『JAPAN VENTURES REVIEW』No.7, 日本ベンチャー学会, 33-42 頁。
浜田康行(1998)『日本のベンチャーキャピタル・新版』日本経済新聞社。
東出浩教・Sue Birley(1999)「英国ベンチャーキャピタリストの活動-投資済案件との関わり方」『JAPAN VENTURES REVIEW』, No.1, 日本ベンチャー学会, 197-204 頁。
財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「ベンチャーキャピタル投資動向調査」。
日本経済新聞社「ベンチャーキャピタル調査」。

(補論)
Jacobs, Jane(1969) *The economy of Cities*, New York : Random House.(『都市の論理』中江利忠, 加賀谷洋一訳, 鹿島出版会, 1971 年)
浅井武夫(1996)「日本の中小企業金融とベンチャーキャピタルの形成」秦信行・上条政夫編著『ベンチャーファイナンスの多様化』日本経済新聞社, 21-68 頁。
大滝義博・西澤昭夫共編(2003)『バイオベンチャーの事業戦略』オーム社
門脇徹雄(2003)『投資ファンドとベンチャーキャピタルに騙されるな』, 半蔵門出版。
京都経済同友会(1972)『ベンチャー・ビジネスと企業家精神』。
東京証券取引所ホームページ（http://www.tse.or.jp/listing/b_listing/guide/）「上場制度の概要」